

2019 年桐乡市工业发展投资有限公司

双创孵化专项债券（第一期）

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

# 概述

编号:【新世纪债评(2018)010393】

**评级对象:** 2019 年桐乡市工业发展投资有限公司双创孵化专项债券(第一期)

**主体信用等级:** AA

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AA<sup>+</sup>

**评级时间:** 2018 年 9 月 6 日

**计划发行:** 不超过 12.00 亿元

**本期发行:** 不超过 7.00 亿元

**存续期限:** 7 年

**增级安排:** 由桐乡市城市建设投资有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保

**发行目的:** 用于乌镇互联网众创空间项目建设及补充流动资金

**偿还方式:** 利息按年支付,债券存续期第 3-7 年末分别偿付 20%的本金

## 主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位:人民币亿元			
<b>母公司数据:</b>			
货币资金	3.65	0.43	3.64
刚性债务	4.23	4.85	1.85
所有者权益	4.21	27.11	31.96
经营性现金净流入量	1.81	-2.58	3.08
<b>合并数据及指标:</b>			
总资产	43.78	54.39	68.86
总负债	25.36	21.12	30.47
刚性债务	24.99	18.07	22.07
所有者权益	18.42	33.27	38.38
营业收入	3.50	4.65	4.17
净利润	1.25	1.38	1.24
经营性现金净流入量	0.09	-3.53	-3.03
EBITDA	1.31	1.48	1.37
资产负债率[%]	57.93	38.84	44.26
长短期债务比[%]	5703.95	2834.22	1431.24
权益资本与刚性债务比率[%]	73.72	184.07	173.89
流动比率[%]	9568.74	6681.04	3054.82
现金比率[%]	1422.33	453.69	525.04
利息保障倍数[倍]	1.37	0.84	0.77
EBITDA/利息支出[倍]	1.40	0.88	0.83
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.07	0.07
<b>担保人数据(合并口径):</b>			
所有者权益合计	106.66	109.29	113.78
权益资本与刚性债务余额比率[%]	138.71	110.70	115.54
担保比率[%]	39.81	20.31	18.77

注:发行人数据根据桐乡市工投经审计的 2015~2017 年度财务数据整理、计算;担保人数据根据桐乡城投经审计的 2015~2017 年度财务数据整理、计算。

## 分析师

张雪宜 zxy@shxsj.com  
李 娟 lijuan@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
<http://www.shxsj.com>

## 评级观点

### 主要优势:

- **良好的外部环境。**桐乡市经济持续增长,桐乡经开区承担着桐乡市招商引资的主要职责,发展潜力较大,可为桐乡工投发展提供较好的外部环境。
- **业务区域专营优势明显。**桐乡工投业务以桐乡经开区开发建设为核心,区域专营优势明显;且作为桐乡市人民政府重点构建的综合性城市建设运营主体之一,在资产划拨、政府补贴等方面可得到地方政府的有力支持。
- **资本实力不断增强。**得益于政府资产划拨、股东增资及自身经营积累,桐乡工投资本金实力持续增强,负债经营程度尚处于适中水平。
- **担保增信。**本期债券由桐乡城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,有助于进一步提升偿付安全性。

### 主要风险:

- **资产流动性一般。**桐乡工投资资产以应收款项和存货为主,资金被占用规模较大,款项收回时点及业务资金回笼进度存在不确定性,资产流动性一般。
- **资本支出压力。**由于桐乡经开区开发建设的需要,桐乡工投在建及拟建项目仍有相对较大规模的投入计划,面临一定的资本支出压力。
- **担保代偿风险。**桐乡工投对外担保规模较大,存在一定的担保代偿风险。
- **募投项目收益存在不确定性。**本期债券募投项目完工时点存在一定不确定性,且未来收益对区域后续招商情况依赖较大。

## ➤ 未来展望

通过对桐乡工投及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 2019 年桐乡市工业发展投资有限公司

### 双创孵化专项债券（第一期）

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

桐乡市工业发展投资有限公司（以下简称“桐乡工投”、“该公司”或“公司”）前身为“桐乡市外商（台商）投资区基础设施建设有限公司”，系由桐乡市国有资产投资经营有限公司（以下简称“桐乡国有资产管理公司”）和桐乡市经济技术开发区（以下简称“桐乡经开总公司”）于 2001 年 9 月分别出资 0.10 亿元和 0.20 亿元成立，初始注册资本为 0.30 亿元。2007 年 6 月，桐乡国有资产管理公司更名为桐乡市城市建设投资有限公司（以下简称“桐乡城建投”）。2008 年 8 月，公司更名为现名。2008 年 11 月，桐乡经开总公司将其所持公司的 66.67% 的股权转让给桐乡城建投；2011 年 12 月，桐乡城建投将其所持公司的 100% 股权转让给桐乡市国有资产监督管理委员会办公室（以下简称“桐乡国资办”）；2017 年 9 月，桐乡国资办以货币形式增资 5.20 亿元，目前该增资款实际到位 3.70 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本为 5.50 亿元，实收资本为 4.00 亿元，桐乡国资办是公司唯一的股东，公司实际控制人为桐乡市人民政府。

该公司是桐乡市人民政府重点构建的综合性城市建设运营主体，主要负责桐乡经济开发区（以下简称“桐乡经开区”或“经开区”）范围内的土地一级开发、工程委托代建及相关配套资产的建设、经营管理等。

### 2. 债项概况

#### （1）债券条款

该公司本期债券拟发行不超过 7.00 亿元，期限为 7 年，其中，3.50 亿元用于补充营运资金，3.50 亿元用于中国乌镇互联网产业园众创空间项目（以下简称“乌镇互联网众创空间项目”）。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2019 年桐乡市工业发展投资有限公司双创孵化专项债券（第一期）
总发行规模:	不超过 12.00 亿元人民币
本期发行规模:	不超过 7.00 亿元人民币
本期债券期限:	7 年
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，同时设置提前偿付条款，自本期债券存续期第 3 年末起，逐年分别兑付债券本金的 20%，最后五期利息随本金一起支付
增级安排:	由桐乡市城市建设投资有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保

资料来源：桐乡工投

## （2） 募集资金用途

该公司本期拟发行债券规模为 7.00 亿元，其中，3.50 亿元用于乌镇互联网众创空间项目；3.50 亿元用于补充营运资金，以满足公司在日常经营中的营运资金需求，缓解流动资金压力，更好地推动公司经营活动的顺利开展。

为了充分发挥世界互联网大会红利、大力发展互联网经济、推动互联网创新创业，桐乡市政府计划打造乌镇互联网众创空间项目，并将其建设成以“创新发展、混合高效、绿色生态”为核心的国家级互联网试验区的先导产业区，发展成为具有乌镇特色的集互联网产业设计研发、创新企业孵化、品牌企业创建等诸多功能为一体的中国互联网产业特区。

乌镇互联网众创空间项目共分为创业中心、互联网产业孵化园 A、B 区域和互联网企业服务中心四个建设区域，项目总建设用地面积为 15.46 万平方米，计划投资总额为 11.06 亿元，建设期为 2 年，经营期为 20 年，截至 2017 年末，该项目已完成投资 0.10 亿元。其中，创业中心建设用地面积为 4.82 万平方米，规划建设 16 栋单体建筑及配套设施；互联网产业孵化园 A 区块建设用地面积为 6.14 万平方米，规划建设 19 栋独栋建筑及配套设施；互联网产业孵化园 B 区块建设用地面积为 2.91 万平方米，规划建设 4 栋重型标准厂房及配套设施；互联网企业服务中心建设用地面积为 1.60 万平方米，规划建设公寓服务用房 2.80 万平方米、配套商业服务用房 0.46 万平方米、居家养老服务用房及物管用房 408.35 平方米、地下车库 0.87 万平方米。

根据浙江勋达工程咨询有限公司出具的《中国·乌镇互联网产业园众创空间项目可行性研究报告》，乌镇互联网众创空间项目收益来源于各区块的出租收益以及部分电子商务用房销售所产生的收益。其中，可供出售的配套商业建筑面积为 1.03 万平方米，预计项目完工后两年内可销售完成，实现销售收入 2.06 亿元；可供出租的资产面积合计为 21.31 万平方米，包括创业展厅、商业配套用房、企业服务中心等，预计经营期前 1-4 年可分别实现租赁收入 0.99 亿元、1.15 亿元、1.32 亿元和 1.51 亿元，第 5 年及以后年度，每年可实现租赁收入 1.62 亿元；物业管理方面，该项目在经营期前 1-4 年预计可分别实现物业管理收入 598.42 万元、703.79 万元、750.38 万元和 875.59 万元，第 5 年及以后年度，每年预计可形成收入 936.88 万元；

在停车费收入方面，该项目将形成可收费的地下停车场车位共 1456 个，预计经营期内每年可实现停车费收入 0.19 亿元。此外，通过提供咨询和培训服务、技术支持服务、投融资环境服务等，该项目亦可产生一定收益。

根据《中国·乌镇互联网产业园众创空间项目可行性研究报告》，乌镇互联网众创空间项目在经营期 20 年内预计实现利润 18.90 亿元，净利润为 14.18 亿元，税后财务内部收益率为 8.67%，项目投资回收期为 11.19 年（含建设期）。在本期债券存续期后 5 年内，该项目预计每年可实现收入 2.29 亿元、2.45 亿元、1.61 亿元、1.81 亿元和 1.93 亿元，累计实现收入 10.08 亿元，可为本期债券偿付提供一定支撑。

### (3) 信用增进安排

本期债券由桐乡市城市建设投资有限公司（简称“桐乡城投”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有助于进一步提升偿付安全性。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值



幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务

仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43 号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017 年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017 年我国基础设施投资完成 14.00 万亿元，增长 19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为 32.1%。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规则》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017 年末，我国城镇化率为 58.52%，与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明



确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017年以来，行业监管力度进一步加大。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年2月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

### （3）区域经济环境

桐乡市是全国县域经济与县域基本竞争力百强县之一，工业及旅游业基础较好，且区位优势较为显著。近年来，随着桐乡市产业转型升级的不断深入，全市经济总量保持增长，区域综合实力不断增强。

桐乡市是浙江省嘉兴市下辖的县级市，位于浙江北部杭嘉湖平原腹地，南临海宁市，西毗杭州市余杭区，北界江苏省苏州市，市区距上海市 148 公里，是连接沪杭城市发展轴的中心节点，区位优势较为显著。目前，桐乡市下辖 9 个镇、3 个街道，全市行政面积为 727 平方公里；2017 年末桐乡市户籍人口为 69.76 万人。此外，沪昆高速公路、申嘉湖高速公路、沪杭高速、320 国道、沪杭铁路客运专线、杭申线、京杭大运河等水陆交通要道贯穿全境，便捷的交通为桐乡与沪杭融合发展提供了较为有利的条件。

桐乡市是浙江省首批小康县（市）之一，是全国县域经济与县域基本竞争力百强县之一。近年来，桐乡市经济发展态势良好，2015-2017 年全市分别实现地区生产总值 652.63 亿元、693.73 亿元和 802.61 亿元，同比增速分别为 8.1%、6.4% 和 7.1%。2017 年，桐乡市第一、二、三次产业分别实现增加值 25.68 亿元、406.05 亿元和 370.89 亿元，同比增速分别为 2.2%、7.4% 和 7.2%，其中第二产业增加值增速较上年上升 4.0 个百分点；主要系随着传统制造业转型升级加快推进以及受 2016 年 G20 杭州峰会举办期间部分停工企业恢复生产影响，2017 年桐乡市工业企业经济效益有所提升所致，全年规模以上工业企业实现主营业务收入 1467.06 亿元，同比增长 17.9%。同样受此影响，2017 年全市三次产业结构比重由上年的 4.1:47.8:48.1 调整为 3.2:50.6:46.2，第二产业增加值占比有所提升。桐乡市固定资产投资对经济增长贡献明显，2017 年全市完成固定资产投资 520.81 亿元，同比增长 11.1%；三次产业投资分别为 4.58 亿元、235.06 亿元和 281.17 亿元，其中完成工业技术改造投资 188.49 亿元，同比增长 4.3%，占工业投资的比重达 80.2%；完成高新技术产业投资 68.80 亿元，同比增长 44.7%。同期，全市实现社会消费品零售总额 361.55 亿元，同比增长 10.3%；实现进出口总值 360.47 亿元，同比增长 28.0%。

**图表 2. 2015 年以来桐乡市主要经济指标及增速<sup>1</sup>（单位：亿元，%）**

	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	652.63	8.1	693.73	6.4	802.61	7.1
第一产业增加值	10.2	-1.3	28.20	0.5	25.68	2.2
第二产业增加值	326.02	6.0	331.94	3.4	406.05	7.4
第三产业增加值	298.07	11.8	333.59	10.2	370.89	7.2
三次产业结构	4.4:49.9:45.7		4.1:47.8:48.1		3.2:50.6:46.2	
规模以上工业总产值	1373.41	0.1	1352.85	-2.6	1501.16	18.3
固定资产投资额	428.15	15.0	480.61	12.3	520.81	11.1
社会消费品零售总额	298.84	11.2	327.87	10.9	361.55	10.3
进出口总值	265.08 <sup>2</sup>	-0.7	281.53	6.7	360.47	28.0
城镇居民人均可支配收入（万元）	4.47	7.9	4.80	7.4	5.21	8.4
农村居民人均可支配收入（万元）	2.74	8.6	2.96	8.3	3.20	8.0

资料来源：桐乡市 2015-2017 年国民经济和社会发展统计公报

<sup>1</sup> 表中数据增加值绝对数按现价计算，增长速度按可比价计算。

<sup>2</sup> 2015 年桐乡市进出口总值为 42.56 亿美元，按当年平均汇率 1 美元=6.2284 元折算为 265.08 亿元。

桐乡市工业基础较好，是浙江省首批“工业强市”，拥有七大国家级产业名镇<sup>3</sup>，已形成具有桐乡特色的块状经济形态。经过多年发展，桐乡市形成了化学纤维、纺织服装、皮革皮革、建筑材料等特色优势产业，同时，依托世界互联网大会举办地、G60 沪杭科创大走廊和环杭州湾“大湾区”建设三大战略机遇，桐乡市新能源、新材料、高端装备制造等新兴产业发展较快，全市已形成新兴产业与特色优势产业并驾齐驱的工业发展格局。2017 年，全市实现规模以上工业总产值 1501.16 亿元，同比增长 18.3%；工业经济效益实现较快增长，全年实现规模以上利润总额 105.83 亿元，同比增长 13.4%，其中，四大传统主导行业中除皮革皮革业利润较上年下降 43.9% 外，化学纤维、纺织服装、建筑材料利润同比分别增长 22.4%、6.0% 和 4.3%。此外，为加强“工业强市”建设，近年来桐乡市实施“四换三名”、“两改两创”、“两退两进”等工程项目<sup>4</sup>，淘汰落后产能项目，腾退低效用地，传统工业转型升级有序推进，2017 年全市规模以上工业实现新产品产值 644.86 亿元，同比增长 21.0%，新产品产值率为 43.0%；时尚制造、新材料、装备制造和电子信息等先进制造业提质增效，全年实现主营业务收入 1306.4 亿元，同比增长 15.3%；规模以上工业中装备制造业和高新技术产业增加值增速分别为 11.4% 和 11.1%。

2011 年起，桐乡市全面实施服务业倍增行动计划，加快发展现代服务业，稳步推进服务业集聚区建设，2017 年桐乡市获浙江省服务业强市考核一等奖。近年来，桐乡市互联网产业实现较快发展，2017 年，桐乡市成功承办第四届世界互联网大会 乌镇峰会，并借助峰会红利效应引进互联网项目 159 个，总投资 194 亿元；同时，中国航天科工三院 310 所“互联网+”军民融合双创平台、全国首个虚拟产业园引进落户；互联网创新发展试验区、互联网特色小镇和互联网产业园建设进展顺利；企业信息化改造深入推进，实体经济与电子商务实现融合发展，全年新增“上云”企业 1924 家，实现网络零售额 287 亿元，位列中国电商百佳县第五位，跻身浙江省“两化融合”一类地区。此外，旅游业是桐乡市传统优势产业，已连续五年获得“浙江省旅游发展十佳县市”；目前，桐乡市拥有国家 A 级景区 25 个，其中，5A 级景区 1 个（乌镇）。2017 年，桐乡市共接待游客 2030.55 万人次，较上年增长 7.0%；实现旅游总收入 244.13 亿元，同比增长 20.1%。

房地产市场方面，2015-2017 年，桐乡市房地产开发投资额分别为 69.96 亿元、78.56 亿元和 112.85 亿元，同比分别增长-3.5%、12.3% 和 43.6%；近年来，在一系列房地产利好政策的叠加及沪嘉同城房地产市场行情的刺激下，桐乡市房地产市场交易热度不断提升，房地产开发投资额止跌回升。2017 年以来，随着房地产调控政策的趋严，桐乡市房地产销售市场有所降温，但整体仍较好；全年桐乡市商品房销售面积为 172.98 万平方米，较上年增长 4.8%；商品房销售额为 184.57 亿元，较上年增长 33.0%。截至 2017 年末，桐乡市商品房待售面积为 37.72 万平方米，较上年末下降 22.4%。

<sup>3</sup> 分别为中国羊毛衫名镇—濮院、中国皮革名镇—崇福、中国化纤名镇—洲泉、中国绢纺织名镇—河山、中国家纺布艺名镇—大麻、中国植绒纺织名镇—屠甸和中国历史文化名镇—乌镇。

<sup>4</sup> “四换三名”即大力发展高附加值、低能耗、低污染产业，推进机器换人，推进空间换地，推进电商换市，着力培养知名企业、知名品牌、知名企业家；“两改两创”即加快技术改造、股份制改造、品牌创新和管理创新；“两退两进”即“退低进高”、“退二进三”。

从土地出让情况来看，2015-2017 年桐乡市土地成交总价分别为 30.28 亿元、61.27 亿元和 139.68 亿元，呈快速增长态势，主要由于近年来持续高涨的房地产市场行情助推全市住宅用地出让实现量价齐升。

**图表 3. 2015 年以来桐乡市土地供应及出让情况**

项目	2015 年	2016 年	2017 年
供应土地数量（宗）	118	102	160
供应土地面积（万平方米）	232.69	266.83	350.54
成交土地数量（宗）	100	99	147
成交土地面积（万平方米）	213.49	258.48	332.47
成交总价（亿元）	30.28	61.27	139.68
溢价率（%）	15.04	53.76	75.08

资料来源：中指指数

**2017年8月，原桐乡经开区与高桥街道实现“区街合一”，桐乡经开区（高桥街道）仍承担着桐乡市招商引资的主要职责，已形成特色优势产业和新兴产业并驾齐驱的发展格局。近年来，桐乡经开区（高桥街道）经济实现较快发展。**

桐乡经开区成立于 1992 年 7 月，1993 年 11 月经浙江省人民政府批准成为首批省级经济开发区之一，2016 年其综合实力跻身省级开发区前三位并被评为“先进省级经济开发区”。经开区规划面积为 85 平方公里，现已完成开发建设 28 平方公里。经开区位于桐乡市南部，地处上海一小时经济圈和杭州半小时经济圈范围内，拥有高速、高铁“双门户”，交通便利。2017 年 8 月，高桥镇建制撤销并设立高桥街道，同时，桐乡经开区和高桥街道实施“区街合一”、以区为主的管理体制，至此，桐乡经开区（高桥街道）<sup>5</sup>区域面积已达 93.31 平方公里。

原桐乡经开区承担着桐乡市招商引资的主要职责，由新能源产业园、新材料产业园、智能装备产业园、中国乌镇互联网产业园 4 个功能园区构成；目前已形成复合新材料、纺织新材料等特色优势产业和智能制造、电子信息等新兴产业并驾齐驱的发展格局。高桥街道（原高桥镇）地方工业以包装、皮革等传统产业为主，同时大力发展生物技术、新能源、装备制造等新兴产业。实施“区街合一”后，桐乡经开区将进一步接轨沪杭，融入大湾区和“G60 科技走廊”建设；在产业布局上，经开区将继续围绕以汽车汽配为主的高端装备制造业、新材料新能源及现代服务业等几大重点产业开展，大力实施产业链的衍链、补链和强链，同时，积极推进平安创新园<sup>6</sup>、互联网产业园等园中园建设。2017 年，经开区加大招商引资力度，全年引进吉利变速器等 7 个总投资超 10.0 亿元的项目，以及绿地智慧城和布兰诺包装等 2 个总投资超亿美元的项目；实施市级重点项目 32 个，累计投资 41.1 亿元，区街级重点项目 102 个，累计投资 30.5 亿元；合众新能源汽车等 3 个项目成功申报省级重大产业项目。

桐乡经开区以发展成为先进制造业集聚区、创新驱动示范区、产城融合新城区

<sup>5</sup> 如未特殊注明，以下“桐乡经开区”或“经开区”均指合并后的桐乡经开区（高桥街道）。

<sup>6</sup> 平安创新园系由平安集团投资的“平安养生养老综合服务社区”项目，位于高桥街道（原高桥镇）和乌镇，项目总投资为 170 亿元，总建筑面积约 150 万平方米。



为目标,近年来经济实现快速发展。2015-2017 年,全区分别实现地区生产总值 64.10 亿元、71.37 亿元和 117.50 亿元,“区街合一”后经开区经济总量实现较大幅提升,2017 年地区生产总值同比增长 18.0%;同期,全区分别实现工业增加值 85.44 亿元、93.17 亿元和 115.18 亿元,其中 2017 年实现规模以上工业增加值 85.00 亿元,同比增长 19.5%。2017 年,经开区企业实缴税金为 18.28 亿元,其中前五大纳税主体巨石集团、华友钴业、恒盛化纤、巨匠集团和巨城置业合计缴纳税金 9.88 亿元,占当年经开区入驻企业实缴税金的比重约为 54%,经开区税源集中度较高。桐乡经开区固定资产投资以工业投资为主,2017 年,全区完成固定资产投资 89.20 亿元,其中,工业投资为 53.98 亿元,同比增长 15.3%;服务业投资 34.80 亿元,同比增长 5.6%。

**图表 4. 2015-2017 年桐乡经开区主要经济指标**

	2015 年	2016 年	2017 年
地区生产总值 (亿元)	64.10	71.37	117.50
工业增加值 (亿元)	85.44	93.17	115.18
其中:规模以上工业增加值	58.98	72.90	85.00
工业生产性投入 (亿元)	34.60	38.10	54.00
企业实缴税金 (亿元)	17.35	16.48	18.28
固定资产投资 (亿元)	43.71	51.37	89.20
其中:工业投资	34.60	38.10	53.98
进出口 (亿美元)	15.92	16.26	23.55
其中:出口	10.80	11.34	14.75

资料来源:桐乡工投

## 2. 业务运营

该公司以桐乡经开区的开发建设为核心业务,目前其收入主要来源于一级土地开发和工程委托代建业务;但收入实现和资金回笼进度受经开区招商引资、开发计划及土地出让情况等因素影响,存在一定的不确定性。此外,由于经开区开发建设的需要,公司在建及拟建项目仍有相对较大规模的投入计划,未来面临一定的资本支出压力。

该公司是桐乡市人民政府重点构建的综合性投资和建设主体,以桐乡经开区的开发建设为核心业务。受桐乡经济开发区管理委员会(以下简称“经开区管委会”)委托,经开区范围内的四个功能产业区的一级土地开发、工程代建业务均由公司本部及子公司承接,项目所需资金主要依赖于外部筹资。2017 年 8 月,经开区与高桥街道实现“区街合一”,目前,公司的业务范围仍集中在原经开区。

2015-2017 年,该公司分别实现营业收入 3.50 亿元、4.65 亿元和 4.17 亿元,营业毛利分别为 0.17 亿元、0.23 亿元和 0.22 亿元,其中,一级土地开发和委托代建业务收入和毛利合计占比均在 88%以上,是公司业务收入和盈利的主要来源。此外,公司还承担经开区范围内的安置房建设和经营、代收水电费等其他业务,但由于其他业务规模较小,目前对公司盈利贡献有限。2015-2017 年,公司在一级土地开发、工程代建业务方面收到的经开区管委会支付的业务回款分别为 1.66 亿元、3.72 亿

元和 4.39 亿元，截至 2017 年末，公司尚未收回的业务款为 2.93 亿元，款项回收进度主要受经开区土地出让情况影响。

**图表 5. 2015 年以来公司营业收入和毛利构成（单位：万元，%）**

	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一级土地开发	25267.97	72.14	34500.97	74.17	33844.51	81.22
委托代建业务	9684.34	27.65	11838.13	25.45	7494.67	17.99
其他业务	75.10	0.21	174.42	0.37	328.56	0.79
<b>营业收入合计</b>	<b>35027.41</b>	<b>100.00</b>	<b>46513.52</b>	<b>100.00</b>	<b>41667.74</b>	<b>100.00</b>
一级土地开发	1203.24	70.85	1642.90	72.04	1611.64	72.83
委托代建	461.16	27.15	563.72	24.72	356.89	16.13
其他业务	33.87	1.99	73.88	3.24	244.50	11.05
<b>营业毛利合计</b>	<b>1698.26</b>	<b>100.00</b>	<b>2280.50</b>	<b>100.00</b>	<b>2213.03</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据桐乡工投提供的资料整理、计算

### （1）一级土地开发

受经开区管委会委托，该公司从事桐乡经开区范围内的一级土地开发，负责征迁、九通一平等工作，一级土地开发面积达 28 平方公里。截至 2017 年末，公司累计已投入 35.78 亿元，共完成 25 平方公里的一级土地开发，已完成开发尚未交付的地块面积为 9149.22 亩。根据委托协议，土地一级开发前期所需资金由公司自筹，待完成开发的地块移交至经开区管委会后，公司按照全部成本（含直接成本和间接成本）加成 5% 确认收入。公司地块交付时点受土地开发进度、经开区土地出让计划等因素影响较大，经开区管委会一般于年末就当年土地交付情况与公司进行结算。

2015-2017 年，该公司分别投入 5.18 亿元、3.61 亿元和 2.80 亿元用于一级土地开发<sup>7</sup>，受征迁进度、经开区招商引资和开发计划等因素影响，公司每年土地开发投入额变动较大；同期，公司分别交付 1089.17 亩、1287.83 亩和 1000.30 亩土地至经开区管委会，分别确认收入 2.53 亿元、3.45 亿元和 3.38 亿元。

截至 2017 年末，该公司主要进行的新材料产业园二期土地一级开发工作已基本完工，该项目计划投资额为 4.00 亿元，由于征迁成本的增加，累计已投入约 4.45 亿元；已完成开发的土地面积约为 2600 亩。公司未来拟进行新材料产业园三期、四期土地一级开发工作。

### （2）委托代建业务

受经开区管委会委托，该公司承担桐乡经开区范围内的道路、桥梁、管网、绿化等工程的建设，具体代建项目由双方每年以补充协议的方式确认，代建工程前期建设资金由公司自筹。根据委托协议，公司按照项目投资建设进度核算每年实际投资额并确定应收的工程代建费，报经开区管委会审定后，由经开区管委会支付审定

<sup>7</sup> 该统计口径包括尚未支付、但已审定的开发成本。



的代建费用。实际操作中，公司待项目竣工决算后，按照实际投资额确认营业成本、按照实际投资金额加成 5% 确认收入。截至 2017 年末，公司已完工的委托代建工程项目（包含部分未决算项目）的投入额合计为 3.88 亿元，累计确认收入 3.77 亿元。

截至 2017 年末，该公司正在从事新材料产业园一期、新材料产业园二期、新能源产业园和汽车产业园的道路、桥梁、绿化等代建项目的建设，计划投资总额为 12.50 亿元，累计已投入 8.00 亿元，2018-2019 年计划分别投入 1.74 亿元和 2.76 亿元。

**图表 6. 截至 2017 年末公司主要在在建代建工程情况<sup>8</sup>（单位：亿元）**

项目	计划总投资	已投资额	计划投资额	
			2018 年	2019 年
新材料产业园一期	4.00	2.46	0.54	1.00
新材料产业园二期	3.00	0.60	0.80	1.60
新能源产业园	3.50	3.18	0.20	0.12
汽车产业园	2.00	1.76	0.20	0.04
<b>合计</b>	<b>12.50</b>	<b>8.00</b>	<b>1.74</b>	<b>2.76</b>

资料来源：桐乡工投

截至 2017 年末，该公司重点拟建项目主要包括新材料产业园三期和四期的代建工程项目，计划投资额合计为 7.00 亿元。

### （3）其他业务

除一级土地开发和工程委托代建外，该公司还承担安置房建设和经营、代收水电费、房产出租等其他业务。2015-2017 年，公司其他业务收入分别为 75.10 万元、174.42 万元和 328.56 万元，主要为管网收入、安置房经营收入及房产出租收入。

#### A. 管网建设

受经开区管委会委托，该公司子公司畅达现代负责桐乡经开区范围内的管网建设，前期资金由公司自筹，完工后由经开区管委会按照实际投资金额加成 5% 购买，目前暂未有管网项目实现购买，截至 2017 年末，畅达现代管网建设（含在建和已完工）累计已投入 1.14 亿元。随着管网逐渐投入使用，2015 年起，桐乡市申和水务有限公司根据已投入使用的管网实际污水处理量，按照 0.1 元/立方米与畅达现代进行结算；待畅达现代建设的管网全部由经开区管委会购买后，公司将不再享有该部分污水处理费收入。2015-2017 年，双方结算的污水处理量分别为 313.68 万立方米、700.95 万立方米和 773.69 万立方米；同期，畅达现代分别确认收入 31.37 万元、70.09 万元和 75.11 万元。

#### B. 安置房经营

该公司还承担桐乡经开区部分安置房建设工作，安置房所需建设用地均为政府划拨地，前期建设资金均由公司自筹。安置房建好后，公司按照开发成本销售给拆

<sup>8</sup> 以下项目投资额仅为工程款部分，不包含征迁投入。

迁户，置换面积超过规定面积的部分则由拆迁户按照市场价格补足差额款，目前不存在置换面积小于规定面积的情况。实际操作中，公司将收到的安置房款通过“预收账款”核算，待产证手续完成后再结转收入。2015-2017 年，公司分别确认安置房置换收入 32.39 万元、69.34 万元和 0.00 万元；截至 2018 年 3 月末已预收安置房款 554.57 万元。

截至 2017 年末，该公司共获得经开区管委会划拨的用于安置房建设的土地 1.74 万平方米，其中，已完工的安置房面积为 0.50 万平方米，累计投资额为 0.12 亿元。目前，公司主要从事新材料产业园的安置房建设，计划投资总额为 1.10 亿元，截至 2017 年末已完成投资 0.12 亿元。

### C. 租赁业务

通过自建、外购、政府划拨等方式，该公司持有一部分可供出租的标准厂房和人才公寓，均位于桐乡经开区内。其中，4 幢标准厂房、3 幢人才公寓系公司自建，面积分别为 1.85 万平方米和 2.55 万平方米；根据桐国资办函[2016]26 号，经开区管委会将桐乡经开总公司名下的 7 幢标准厂房无偿划拨给畅达现代，入账价值为 2.74 亿元（含土地资产价值），标准厂房面积合计为 4.40 万平方米。此外，公司外购 6 幢标准厂房用于对外出租，外购标准厂房账面价值合计为 0.30 亿元，面积为 3.00 万平方米。从租赁价格看，为配合经开区招商引资，公司房产租赁价格均低于市场价格，其中，政府无偿划拨的标准厂房出租单价为 15 元/平方米/月，自建的标准厂房出租单价为 30 元/平方米/月，人才公寓出租单价为 300-500 元/间/月。

该公司上述可供出租的资产暂由经开区管委会统一对外出租，且出租率均达到 100%，但 2014-2016 年上述收入未归公司所有，故公司账面无租赁收入；经与经开区管委会协商，2017 年起，公司开始收取部分租金，当年公司确认租赁收入 253.45 万元。目前，公司仍有部分标准厂房和人才公寓在建，计划投资总额为 3.60 亿元，截至 2017 年末，累计已投入 1.66 亿元。

图表 7. 截至 2017 年末公司在建的房产项目情况（单位：亿元）

在建房产	计划投资额	累计已投入	计划投资额	
			2018 年	2019 年
同德公寓	1.61	0.91	0.70	--
科技园标准厂房 B	0.80	0.51	0.29	--
康和家园安置房	0.09	0.12	0.01	--
新材料产业园安置房	1.10	0.12	0.60	0.38
合计	3.60	1.66	1.60	0.38

资料来源：桐乡工投

## 管理

该公司控股股东为桐乡国资办，实际控制人为桐乡市人民政府，产权结构清晰。公司已建立相应的法人治理结构和职能部门，并制定了符合现阶段管理目标的各项

规章制度，基本能够满足日常经营管理需要。

## 1. 产权关系与公司治理

### (1) 产权关系

自成立以来，该公司股东多次变更，截至 2018 年 3 月末，桐乡国资办是公司唯一的控股股东，实际控制人为桐乡市人民政府。公司产权状况详见附录一。

### (2) 公司治理

根据《公司章程》，该公司设立董事会和监事会，不设股东会。公司董事会由 5 人组成，其中 4 人为非职工代表董事，由桐乡国资办委派；1 人为职工代表董事，由公司职工代表大会选举产生；董事会设董事长 1 人，由桐乡国资办从董事会成员中指定；董事每届任期 3 年，任期届满后经委派和选举可连任。公司监事会由 5 人组成，其中 2/3 为非职工代表，由桐乡国资办委派；1/3 为职工代表，由公司职工代表大会选举产生；监事会设主席 1 名，由桐乡国资办从监事会成员中指定。监事每届任期三年，届满后经委派和选举可连任。公司设经理 1 名，由董事会聘任或解聘，经理对董事会负责，可列席董事会会议。

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构及模式

该公司根据自身经营管理及业务发展需要，设置了办公室、财务部、征迁科、规划科和工程科，部门设置和职责分工基本能够满足公司日常经营管理需要。同时，公司结合自身工作管理需要，在资金管理、融资管理、投资管理、对外担保等方面均实行了较为规范的制度化管理，上述内部控制制度均适用于子公司。

### (2) 管理制度及水平

在资金管理方面，该公司制定了《资金管理办法》，由财务部对资金支付的合法性、合规性和合理性进行审核，且资金支付须按性质逐级向上审核或审批。其中，单笔资金支付额在 500 万元以下（含 500 万元）的，由总经理审批；单笔资金支付在 500 万元至 5000 万元的，需经董事会审批；单笔资金支付在 5000 万元以上的，需提交公司股东批复。

在融资管理方面，该公司制定了《融资管理办法》，由母公司财务部统一负责公司资金的筹措、管理、协调和监督。公司融资方案由财务部提出，经财务总监审核后，融资额度在董事会授权范围以内的，经总经理办公会讨论后由总经理批准；董事会授权范围以外的，需报董事会批准。

在投资管理方面，该公司制定了《对外投资管理办法》，明确了对外投资项目的运作和与管理程序、对外投资的转让与收回、对外投资的监督与检查等事项，并规

定董事会是公司对外投资的决策机构；同时，公司设置投资委员会，由公司总经理、分管副总及相关部门经理组成，负责统筹、协调和组织对外投资项目的分析和研究，为决策提供建议。

在对外担保方面，该公司制定了《对外担保管理办法》，明确公司对外担保需经董事会审议，未经母公司批准，子公司不得对外提供担保、不得互保、不得请外部单位为其担保。此外，公司对外担保原则上要求对方提供反担保，且反担保的提供方应当具有实际承担能力。

### （3）过往债务履约及其他行为记录

根据该公司 2018 年 5 月 23 日提供的《企业信用报告》，公司历史偿债记录良好，无银行信贷违约、迟付利息情况。根据 2018 年 5 月 28 日国家企业信用信息公示系统、国家税务总局——重大税收违法案件信息公布栏、中国执行信息公开网、证券期货市场失信记录查询平台查询结果，公司未存在重大异常情况。

## 3. 发展战略

该公司未来将立足于桐乡市、特别是桐乡经开区的发展，配合经开区“产业兴区、科技强区、环境立区、和谐安区”四大战略，按照经开区整合提升后的产业布局，建设公共配套、生产生活配套、重大绿化节点和标志性景点，提高经开区与大项目配套的承载能力，将其建设成为桐乡市的新兴产业集聚示范区、综合经济功能区和现代化工业新城。

## 财务

受益于政府资产划拨、股东增资及自身经营积累，近三年该公司资本实力保持增长，负债经营程度尚处于适中水平；公司负债偏长期，且货币资金较充裕，可为即期债务偿付提供一定支撑。公司资产以应收款项和存货为主，资金被占用规模较大，且回笼时点存在不确定性，公司长期债务偿付能力主要取决于经开区土地出让及相关款项收回情况。未来公司在经开区的开发建设方面仍有一定规模的投入，面临一定的资本支出压力。此外，公司对外担保规模较大，存在一定的代偿风险。公司整体毛利率水平较为稳定，但受业务性质限制，其主营业务盈利能力较弱，盈利对政府补助的依赖度较大。

### 1. 公司财务质量

大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015-2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及相关规定。

截至 2017 年末，该公司纳入合并范围的一级子公司共 7 家，均为基础设施建设业务的承担主体。其中，子公司桐乡市经济开发区基础设施建设投资有限公司（以

下简称“经济开发区基建公司”)、桐乡市畅达现代服务业综合开发有限公司(以下简称“畅达现代”)、桐乡市凤鸣两新建设开发有限公司(以下简称“凤鸣两新”)和桐乡市乌镇互联网产业园投资开发有限公司(以下简称“乌镇互联网投资公司”)<sup>9</sup>系根据桐国资办[2016]25号文件,由桐乡市人民政府无偿划拨至公司,其余3家子公司均通过设立取得。主要子公司及其概况详见附录三。

## 2. 公司偿债能力

### (1) 债务分析

#### A. 债务结构

该公司经营所需资金主要依赖于外部筹资,受桐乡经开区开发进度及资金回笼情况影响较大。2015-2017年末,公司负债总额分别为25.36亿元、21.12亿元和30.47亿元;同期末,公司资产负债率分别为57.93%、38.84%和44.26%,负债经营程度目前处于适中水平。

该公司负债主要为非流动负债,由长期借款和长期应付款构成。2017年末,公司非流动负债余额为28.48亿元,较上年末增长39.59%,占负债总额的比重为93.47%;其中,长期借款余额为20.23亿元,同比增长14.63%,均为保证借款;长期应付款余额为8.25亿元,同比大幅增长199.41%,主要系子公司乌镇互联网投资公司收到产业投资基金剩余投资款5.29亿元所致<sup>10</sup>,其余款项主要系公司从桐乡市新市镇投资开发有限公司(以下简称“新市镇投资公司”)、桐乡市凤鸣街道长新股份经济合作社(以下简称“凤鸣经济合作社”)等单位取得的借款。公司流动负债规模较小,2017年末余额为1.99亿元,同比增长176.43%,主要系公司将一年内到期的长期借款调整至流动负债科目,年末一年内到期的非流动负债余额为1.26亿元;公司其他应付款主要为收到的浙江中南建设集团有限公司、中元建设集团股份有限公司等单位支付的工程履约保证金,年末其他应付款余额为0.49亿元。

#### B. 刚性债务

该公司负债中刚性债务占比较高,2015-2017年末刚性债务余额分别为24.99亿元、18.07亿元和22.07亿元,占负债总额的比重分别为98.54%、85.56%和72.43%;

<sup>9</sup> 桐乡市人民政府无偿划转的股权均为本部股权;其中乌镇互联网投资公司的原控股股东桐乡市金开实业有限公司(以下简称“金开实业”)原为畅达现代下属子公司,2017年11月,金开实业控股股东变更为桐乡市经济技术开发区总公司。截至2017年末,乌镇互联网投资公司另一股东桐乡市旅游与互联网产业发展股权投资基金合伙企业(有限合伙)(以下简称“产业投资基金”)持股比例为62.96%,根据投资协议,产业投资基金不享有乌镇互联网投资公司的控制权,故乌镇互联网投资公司纳入该公司合并范围。

<sup>10</sup> 根据《增资扩股协议》,产业投资基金以货币资金7.67亿元对乌镇互联网投资公司进行增资,其中1.70亿元用于增加注册资本、5.97亿元计入“资本公积”;投资期限为7年。根据协议,投资期内由乌镇互联网投资公司原股东金开实业每年按投资额的5.537%支付投资收益;在投资期限届满日,由金开实业回购其所持股权。2017年,桐乡市人民政府将金开实业所持的乌镇互联网投资公司的股权无偿划转给该公司,但产业投资基金每年享有的收益支付方及期限届满日股权回购方仍按原协议执行。故本评级报告中将该笔投资款不作为公司“刚性债务”。



股东权益与刚性债务比率分别为 73.72%、184.07%和 173.89%，得益于公司资本实力的逐步增强，目前股东权益对刚性债务的保障能力仍较好。公司债务期限结构较合理，即期债务偿付压力小，近三年末短期刚性债务余额分别为 0.06 亿元、0.05 亿元和 1.26 亿元。

该公司刚性债务的主要构成为金融机构借款。2017 年末，公司借款余额为 22.07 亿元，利率为 4.75%~9.00%，其中银行借款余额 12.89 亿元；通过上海兴瀚资产管理有限公司发行资管计划筹集资金 8.60 亿元，计入“长期借款”；通过新市镇投资公司、凤鸣经济合作社等单位借款 0.58 亿元，计入“长期应付款”。从借款方式看，公司银行借款均为保证借款，保证人主要为桐乡经开总公司、桐乡市振东新区建设投资有限公司等。从借款期限看，公司 1 年内到期的借款余额 1.26 亿元，其余均为长期借款，且年末公司货币资金存量较充裕，即期债务偿付压力不大。

### C. 或有负债

截至 2017 年末，该公司对外担保余额为 19.66 亿元，担保比率为 51.22%，被担保对象均为桐乡市国有企业。目前，被担保企业均经营正常，但公司对外担保规模较大，仍存在一定代偿风险。

**图表 8. 截至 2017 年末公司对外担保明细（单位：亿元）**

被担保方	担保余额	担保起始日	担保到期日
桐乡市振东新区建设投资有限公司	2.00	2016.06.03	2026.06.01
桐乡市乌镇国际旅游区物业发展有限公司	1.20	2014.11.25	2018.11.24
桐乡市灵安功能区开发建设有限公司	0.10	2013.11.29	2020.10.31
桐乡市高桥新区新城开发建设有限公司	2.85	2016.01.13	2020.01.13
桐乡市龙翔两新建设开发有限公司	2.70	2016.04.28	2027.12.31
浙江乌镇互联网特色小镇投资建设有限公司	4.50	2016.02.06	2021.02.05
桐乡市临杭水环境治理有限公司	3.50	2016.03.01	2023.12.20
桐乡市崇福公益事业投资开发有限公司	1.30	2017.03.17	2024.03.16
桐乡市崇福公益事业投资开发有限公司	0.65	2017.06.13	2020.06.12
桐乡市凤鸣福地新区开发建设有限公司	0.32	2015.06.25	2018.06.24
桐乡市凤栖自来水有限公司	0.37	2017.02.04	2020.02.03
桐乡市城市污水处理有限责任公司	0.17	2017.02.06	2020.02.05
合计	19.66	--	--

资料来源：桐乡工投

### (2) 现金流分析

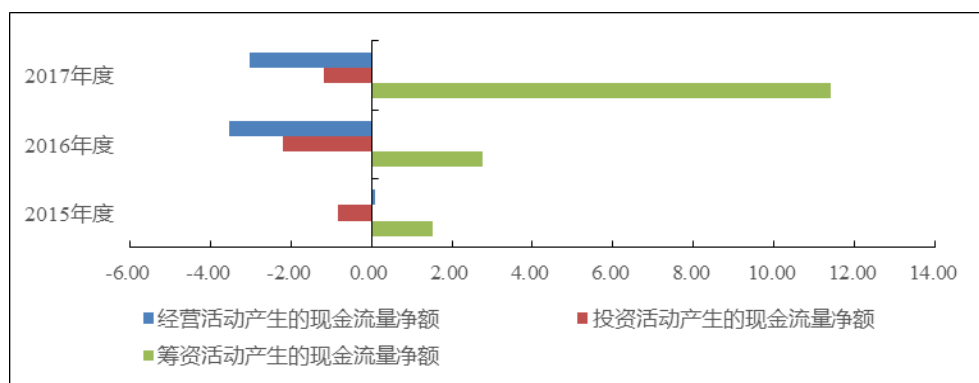
该公司经营性现金流主要反映土地一级开发和代建项目的资金收付、政府补助及往来款情况。受经开区土地出让及委托代建业务回款进度影响，公司营业收入现金率各年度间存在较大差异，2015-2017 年分别为 47.42%、79.96%和 105.87%。同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.09 亿元、-3.53 亿元和-3.03 亿元，其中 2016 年以来公司经营活动产生的现金流均为净流出状态，主要系公司退回项



目保证金及往来款支出规模相对较大所致。

该公司投资性现金流主要核算自有资产的外购和计入“在建工程”科目的自建项目支出、子公司畅达现代的管网建设支出等，2015-2017 年，公司投资活动产生的现金净流出量分别为 0.82 亿元、2.18 亿元和 1.19 亿元，2016 年投资性现金净流出额大幅增加主要系当年公司为建设标准厂房等而支付的土地款增加所致。公司经营和投资活动所产生的资金缺口主要依赖于外部筹资，2015-2017 年筹资活动产生的现金流量净额分别为 1.51 亿元、2.76 亿元和 11.40 亿元，；其中 2017 年净流入量大幅增加，主要系当年公司收到股东桐乡国资办增资款 3.70 亿元及子公司乌镇互联网投资公司收到产业投资基金支付的投资款 5.29 亿元所致。

图表 9. 2015 年以来公司现金流情况（单位：亿元）



注：根据桐乡工投提供的资料整理、绘制

该公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2015-2017 年分别为 1.31 亿元、1.48 亿元和 1.37 亿元，其中，利润总额占比均在 90% 以上。近三年公司刚性债务维持在较大规模，EBITDA 对利息支出及刚性债务的保障程度较弱；此外，受业务收支及保证金、往来款流出规模影响，公司经营性现金流波动较大，无法对债务形成稳定有效的保障。

图表 10. 2015-2017 年公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.40	0.88	0.83
EBITDA/刚性债务(倍)	0.04	0.07	0.07
经营性现金流净额(亿元)	0.09	-3.53	-3.03
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	26.47	-609.83	-223.42
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	0.32	-15.18	-11.73

资料来源：桐乡工投

### (3) 资产质量分析

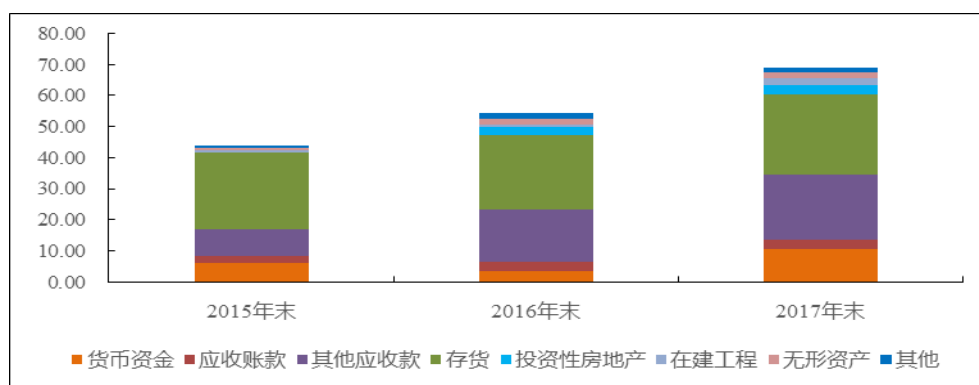
受益于地方政府资产划拨、股东增资及自身经营积累，近年来该公司资本实力保持增长，2015-2017 年末，公司所有者权益分别为 18.42 亿元、33.27 亿元和 38.38 亿元；其中，2016 年末大幅增长 80.60%，主要系当年公司收到的地方政府无偿划转的子公司股权、桐乡经开总公司名下的部分资产及政府债务置换款项；

2017 年末公司所有者权益同比增长 15.38%，主要系当年公司收到股东增资款 3.70 亿元所致。2017 年末，公司实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重为 85.13%，资本结构稳定性较好。

近年来，该公司资产规模持续扩张，2015-2017 年末资产总额分别为 43.78 亿元、54.39 亿元和 68.86 亿元，其中流动资产占比均在 87% 以上。2017 年末，公司流动资产余额为 60.80 亿元，较上年末增长 26.40%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，四者占流动资产的比重分别为 17.19%、4.82%、34.53% 和 42.67%。其中，货币资金余额为 10.45 亿元，同比大幅增长 219.90%，主要系当期融入资金尚未使用所致；公司无使用受限的货币资金，年末现金比率为 525.04%，现金类资产对流动负债保障程度很好。公司应收账款主要为应收经开区管委会的土地款和工程代建款，年末余额为 2.93 亿元，同比减少 7.87%。其他应收款主要为公司与经开区管委会、桐乡经开总公司、金开实业等单位的往来款，年末余额为 20.99 亿元，同比增长 24.83%，其中应收经开区管委会的款项余额为 9.88 亿元，主要为代垫的征拆迁费用，资金回笼主要依赖于桐乡经开区土地出让情况；应收桐乡经开总公司的往来款余额 9.03 亿元，资金回笼时点存在较大不确定性。存货主要核算公司一级土地开发和工程代建支出，年末余额为 25.94 亿元，同比增长 8.74%，主要系项目投入增加所致。

2017 年末，该公司非流动资产余额为 8.06 亿元，较上年末增长 28.15%，主要由投资性房地产、在建工程和无形资产构成。其中，投资性房地产余额为 2.97 亿元，主要为经开区管委会无偿划拨的标准厂房等；在建工程余额为 2.27 亿元，同比大幅增长 165.26%，主要为标准厂房、人才公寓及产业园区一期工程等自建项目投入增加所致；无形资产均为土地使用权，年末余额为 1.84 亿元，同比减少 2.34%；此外，年末公司固定资产余额为 0.97 亿元，同比增长 20.19%，主要系当年部分在建工程完工转入所致。

图表 11. 2015-2017 年末公司资产构成情况（单位：亿元）



注：根据桐乡工投提供的资料整理、绘制

#### （4） 流动性/短期因素

该公司资产以货币资金、其他应收款和存货为主，而负债以长期借款和长期应付款为主，因此流动资产对流动负债的覆盖程度高，流动比率及速动比率处于

高水平。但考虑到应收款项的资金回笼时点存在较大的不确定性，且存货变现能力受项目开发进度及交付时点影响较大，公司实际资产流动性弱于指标所示。2015-2017 年末公司货币资金余额分别为 6.22 亿元、3.27 亿元和 10.45 亿元，其对流动负债的覆盖程度同样处于高水平，公司即期支付能力有一定保障。

**图表 12. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动比率（%）	9568.74	6681.04	3,054.82
速动比率（%）	3830.55	3232.50	1,736.68
现金比率（%）	1422.33	453.69	525.04
应收账款周转速度[次]	2.60	1.71	1.36

资料来源：桐乡工投

根据该公司 2017 年度审计报告，截至 2017 年末，公司所有权和使用权受到限制的资产为 0.37 亿元，主要为用于借款抵押的土地使用权。

### 3. 公司盈利能力

近三年，该公司营业毛利分别为 0.17 亿元、0.23 亿元和 0.22 亿元，综合毛利率分别为 4.85%、4.90%和 5.31%，经营性业务盈利能力基本稳定，但受业务性质影响，整体毛利率水平较低。从具体业务板块看，公司一级土地开发和委托代建业务盈利稳定，业务毛利率均为 4.76%；2015-2017 年，公司其他业务毛利率分别为 45.10%、42.36%和 74.42%，其中 2017 年大幅提升主要系当年毛利率较高的房屋租赁业务收入占比较高所致，但由于其他业务规模相对较小，其对公司综合盈利能力贡献较小。

**图表 13. 2015-2017 年公司营业毛利率情况（单位：%）**

	2015 年	2016 年	2017 年
一级土地开发	4.76	4.76	4.76
委托代建	4.76	4.76	4.76
其他业务	45.10	42.36	74.42
<b>综合毛利率</b>	<b>4.85</b>	<b>4.90</b>	<b>5.31</b>

资料来源：桐乡工投

目前，该公司项目大多处于在建状态，相关借款利息已进行资本化处理，其财务费用规模很小；公司期间费用主要由管理费用构成，2015-2017 年，期间费用分别为 0.13 亿元、0.22 亿元和 0.26 亿元，其中，管理费用占比达 99%以上；同期，期间费用率分别为 3.76%、4.77%和 6.26%，公司期间费用水平较低，对营业毛利侵蚀较小。公司盈利对政府补助的依赖度较大，2015-2017 年公司分别获得政府补助 1.25 亿元、1.42 亿元和 1.25 亿元<sup>11</sup>；同期，公司净利润分别为 1.25 亿元、1.38 亿元和 1.24 亿元。近三年，总资产报酬率分别为 3.11%、2.89%和 2.05%；净

<sup>11</sup> 其中，2015-2016 年获得的政府补助均计入“营业外收入”，2017 年根据财政部修订的《企业会计准则第 16 号——政府补助》，该公司将与日常经营活动相关的补助收入 1.20 亿元计入“其他收益”，与公司日常经营活动无关的补贴收入 0.05 亿元计入“营业外收入”。

资产收益率分别为 11.19%、5.32% 和 3.47%，整体资产获利能力较弱。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

桐乡市是全国县域经济与县域基本竞争力百强县之一，工业及旅游业基础较好，且区位优势较为显著；同时，依托全国首个旅游综合改革试点县建设和世界互联网大会落户乌镇的契机，桐乡市预计将进一步实现“接沪融杭”，获得较大的发展机遇。2017 年 8 月，原桐乡经开区与高桥街道实现“区街合一”，桐乡经开区承担着桐乡市招商引资的主要职责，已形成特色优势产业和新兴产业并驾齐驱的发展格局，经济财政实力不断增强。

该公司以桐乡经开区的开发建设为核心业务，目前一级土地开发和工程委托代建是其收入的主要来源；但收入和资金回笼进度主要受经开区招商引资、开发计划及土地出让情况等因素影响。公司整体毛利率水平较为稳定，但受业务性质限制，其主营业务盈利能力较弱，公司盈利对政府补助的依赖度较大。由于项目建设所需资金主要由公司自筹，受桐乡经开区开发进度及资金回笼情况影响较大。受益于政府资产划拨、股东增资及自身经营积累，近三年公司资本实力保持增长，负债经营程度尚处于适中水平；公司负债偏长期，且货币资金较充裕，可为即期债务偿付提供一定支撑。公司资产以应收款项和存货为主，资金被占用规模较大，且回笼时点存在不确定性，公司长期债务偿付能力主要取决于经开区土地出让及相关款项收回情况。未来公司在经开区的开发建设方面仍有一定规模的投入，面临一定的资本支出压力。此外，公司对外担保规模较大，存在一定的代偿风险。

### 2. 外部支持因素

该公司是桐乡市人民政府重点构建的综合性投资和建设主体，以桐乡经开区的开发建设为核心业务，在资产划拨、财政补贴等方面能够得到地方政府的有力支持。在资产划拨方面，2016 年 12 月，桐乡市人民政府将经济开发区基建公司、畅达现代、凤鸣两新和桐乌镇互联网投资公司的股权划拨给公司；根据桐国资办函[2016]26 号，经开区管委会将桐乡经开总公司的部分资产无偿划拨给公司子公司昌达现代，建筑面积合计达 6.36 万平方米，入账价值合计为 2.74 亿元。2017 年，公司收到股东桐乡国资办增资款 3.70 亿元。在财政补贴方面，2015-2017 年，公司分别收到政府补贴 1.25 亿元、1.42 亿元和 1.25 亿元。此外，截至 2017 年末，公司债务累计纳入政府性债务的规模为 14.25 亿元，现已全部实现置换；2015 年桐乡市人民政府剥离公司债务 8.30 亿元，该部分债务由桐乡市财政局承担，一定程度上缓解了公司债务偿付压力。

此外，该公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2017 年末，公司合并口径获得银行授信额度 20.61 亿元，尚未使用的授信额度为 7.72 亿元。

## 本期债券偿付保障分析

### 1. 盈利保障分析

2015-2017 年，该公司分别实现营业收入 3.50 亿元、4.65 亿元和 4.17 亿元，实现净利润 1.25 亿元、1.38 亿元和 1.24 亿元，可对利息支出形成一定保障。

### 2. 偿债资金来源保障分析

本期债券募投项目为乌镇互联网众创空间项目，根据《中国·乌镇互联网产业园众创空间项目可行性研究报告》，该项目在经营期 20 年内预计实现利润 18.90 亿元，净利润为 14.18 亿元，项目投资回收期为 11.19 年（含建设期）；在本期债券存续期内，该项目预计累计可实现收入 10.08 亿元，可为本期债券偿付提供一定支撑。

### 3. 担保分析

本期债券由桐乡城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有助于进一步提升债券偿付的安全性。

桐乡城投是桐乡市财政局下属的国有独资企业，是桐乡市主要的国有资产投资运营和管理主体。截至 2017 年末，桐乡城投经审计的合并口径资产总额为 253.50 亿元，所有者权益为 113.78 亿元；当年营业收入 13.79 亿元，实现净利润 2.92 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 2.52 亿元。

桐乡城投业务种类较为多元化，主要业务在桐乡市内具备一定区域专营优势。其中，城市水务业务盈收较为稳定，是其收入和毛利的最主要来源；土地一级开发收入受政府土地出让计划和当地土地市场行情影响而存在较大波动；供热与供电业务短期内面临环保监管要求停产搬迁带来的负面影响。目前桐乡城投基础设施代建及土地一级开发已沉淀较大规模资金，整体回笼进度较缓，且未来仍有较大规模投资安排，面临较大资金压力。

近年来桐乡城投负债规模持续扩张，但得益于股东资金及资产注入，资本实力不断增强，目前负债经营程度处于合理水平。桐乡城投已积累较大规模刚性债务，同时持续净流出的非筹资性现金流无法对债务偿付提供有效保障，且整体资产流动性一般，债务偿付对外部融资存有较大依赖。但桐乡城投债务期限结构较为合理，目前货币资金保持充裕，且有一定规模的外部融资空间，可为即期债务偿付提供支撑。

作为桐乡市最主要的国有资产运营和管理主体，桐乡城投可获得政府较大力度的支持。2015-2017 年，桐乡城投获得的政府补助金额分别为 2.36 亿元、2.31 亿元和 3.81 亿元，获得的政府债券置换资金分别为 7.13 亿元、4.71 亿元和 2.60 亿元。同时，2017 年股东桐乡市财政局向桐乡城投增资 4.00 亿元。此外，桐乡城投与多家金融机构建立了较好的合作关系，截至 2018 年 3 月末桐乡城投共获得银行授信

60.92 亿元，尚未使用额度 28.67 亿元。

## 评级结论

桐乡市是全国县域经济与县域基本竞争力百强县之一，工业及旅游业基础较好，且区位优势较为显著，区域经济财政实力较强。桐乡经开区承担着桐乡市招商引资的主要职责，已形成特色优势产业和新兴产业并驾齐驱的发展格局。近年来，经开区经济实现较快发展。

该公司以桐乡经开区的开发建设为核心业务，目前一级土地开发和工程委托代建是其收入的主要来源；但收入和资金回笼进度主要受经开区招商引资、开发计划及土地出让情况等因素影响。公司整体毛利率水平较为稳定，但受业务性质限制，其主营业务盈利能力较弱，公司盈利对政府补助的依赖度较大。由于项目建设所需资金主要由公司自筹，受桐乡经开区开发进度及资金回笼情况影响较大。受益于政府资产划拨、股东增资及自身经营积累，近三年公司资本实力保持增长，负债经营程度尚处于适中水平；公司负债偏长期，且货币资金较充裕，可为即期债务偿付提供一定支撑。公司资产以应收款项和存货为主，资金被占用规模较大，且回笼时点存在不确定性，公司长期债务偿付能力主要取决于经开区土地出让及相关款项收回情况。未来公司在经开区的开发建设方面仍有一定规模的投入，面临一定的资本支出压力。此外，公司对外担保规模较大，存在一定的代偿风险。但作为桐乡市人民政府重点构建的综合性投资和建设主体，公司区域专属优势明显，可得到地方政府的有力支持。同时，本期债券由桐乡城投提供担保，有助于进一步保障其偿付安全性。



## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年 6 月 30 日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

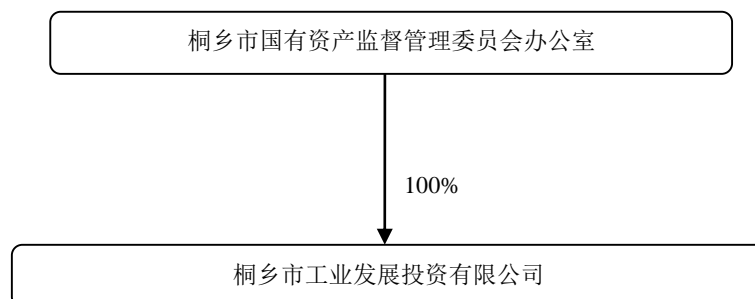
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

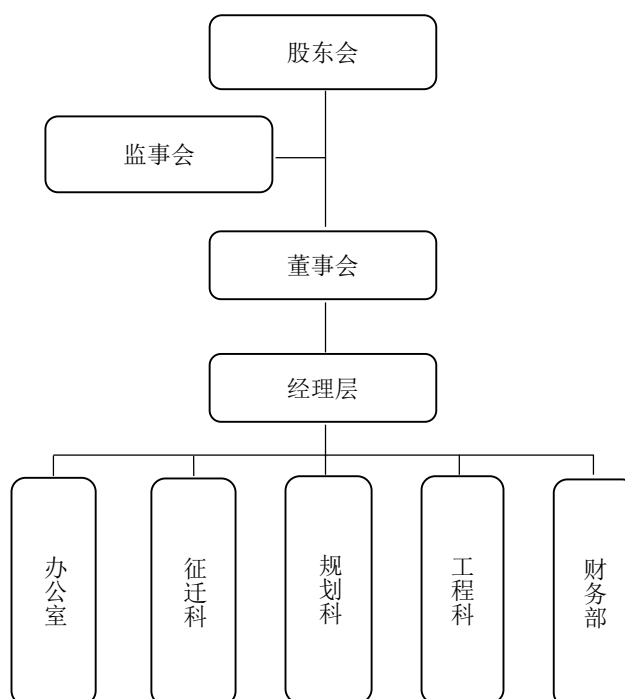
公司与实际控制人关系图



注：根据桐乡工投提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据桐乡工投提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例（%）	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（亿元）				
全称	简称			刚性债务	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量
桐乡市工业发展投资有限公司	本部	--	基础设施建设、土地开发整理	1.85	31.96	0.20	1.15	3.08
桐乡市经济开发区基础设施建设投资有限公司	经济开发区基建公司	100.00	基础设施建设投资、土地开发	0.00	5.83	0.40 万元	-25.35 万元	-0.04
桐乡市凤鸣新市镇投资开发有限公司	凤鸣新市镇	100.00	新城镇投资开发建设、绿化工程	0.00	5.20	0.52	0.01	0.04
桐乡市畅达现代服务业综合开发有限公司	畅达现代	100.00	市政管道投资、建设、经营	4.00	11.81	0.69	0.14	3.98
桐乡市凤鸣两新建设开发有限公司	凤鸣两新	100.00	新市镇、新社区的建设开发	0.21	3.34	0.00	3.63 万元	0.37
桐乡市经开新材料产业投资开发有限公司	新材料投资	60.00	新材料产业投资及开发、市政工程建设	13.38	1.00	0.00	-18.99 万元	-5.17
桐乡市高新实业有限公司	高新实业	100.00	物业管理、基础设施及标准厂房建设、自有房屋租赁	1.53	3.12	2.75	0.06	0.41
桐乡市乌镇互联网产业园投资开发有限公司	乌镇互联网投资公司	37.04	互联网产业投资及开发	1.10	0.80	40.35 万元	-0.11	-5.70

注：根据桐乡工投提供的子公司报表整理、编制

**附录四：**
**发行人主要财务数据及指标表**

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 [亿元]	43.78	54.39	68.86
货币资金 [亿元]	6.22	3.27	10.45
刚性债务[亿元]	24.99	18.07	22.07
所有者权益[亿元]	18.42	33.27	38.38
营业收入[亿元]	3.50	4.65	4.17
净利润 [亿元]	1.25	1.38	1.24
EBITDA[亿元]	1.31	1.48	1.37
经营性现金净流入量[亿元]	0.09	-3.53	-3.03
投资性现金净流入量[亿元]	-0.82	-2.18	-1.19
资产负债率[%]	57.93	38.84	44.26
长短期债务比[%]	5703.95	2834.22	1431.24
权益资本与刚性债务比率[%]	73.72	184.07	173.89
流动比率[%]	9568.74	6681.04	3,054.82
速动比率 [%]	3830.55	3232.50	1,736.68
现金比率[%]	1422.33	453.69	525.04
利息保障倍数[倍]	1.37	0.84	0.77
担保比率[%]	—	37.27	51.22
毛利率[%]	4.85	4.90	5.31
营业利润率[%]	0.99	-0.09	29.16
总资产报酬率[%]	3.11	2.89	2.05
净资产收益率[%]	11.19	5.32	3.47
净资产收益率*[%]	11.19	5.37	3.51
营业收入现金率[%]	47.42	79.96	105.87
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	26.47	-609.83	-223.42
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.32	-15.18	-11.73
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-203.47	-987.17	-311.48
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.42	-24.57	-16.36
EBITDA/利息支出[倍]	1.40	0.88	0.83
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.07	0.07

注：表中数据依据桐乡工投经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

# 附录五：

## 担保方主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
资产总额 [亿元]	215.66	242.14	253.50	264.90
货币资金 [亿元]	13.93	22.48	16.43	34.67
刚性债务[亿元]	76.90	98.72	98.47	102.18
所有者权益 [亿元]	106.66	109.29	113.78	123.65
营业收入[亿元]	11.76	14.97	13.79	2.20
净利润 [亿元]	2.68	2.91	2.92	-0.14
EBITDA[亿元]	7.46	7.50	7.66	-
经营性现金净流入量[亿元]	-3.14	-7.77	2.52	-3.57
投资性现金净流入量[亿元]	-10.41	0.94	-14.12	8.48
资产负债率[%]	50.54	54.87	55.12	53.32
长短期债务比[%]	174.85	396.31	316.56	340.65
权益资本与刚性债务比率[%]	138.71	110.70	115.54	121.01
流动比率[%]	386.80	646.64	514.38	570.04
速动比率 [%]	174.81	354.37	302.98	346.35
现金比率[%]	35.36	84.17	49.19	108.36
利息保障倍数[倍]	1.48	1.56	1.51	—
有形净值债务率[%]	109.87	125.07	126.10	117.10
担保比率[%]	39.81	20.31	18.77	17.27
毛利率[%]	22.90	21.26	12.23	0.71
营业利润率[%]	5.69	6.75	21.33	-5.18
总资产报酬率[%]	2.74	2.61	2.44	—
净资产收益率[%]	2.51	2.70	2.61	-0.12
净资产收益率*[%]	2.45	2.57	2.56	-0.16
营业收入现金率[%]	99.33	103.12	105.21	100.15
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-7.91	-23.38	8.37	-10.89
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.88	-6.42	1.85	-2.54
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-34.17	-20.55	-38.45	14.97
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.43	-5.64	-8.51	3.49
EBITDA/利息支出[倍]	1.87	1.95	1.91	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.09	0.08	—

注：表中数据依据桐乡城投经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

## 附录六：

### 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计]/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销



## 附录七：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。